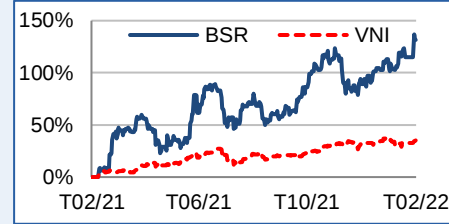


CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR) [MUA +20,2%]

Cập nhật

Ngành	Hóa dầu		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	11/02/2022	Tăng trưởng DT	74,4%	8,4%	-16,2%	32,8%
Giá hiện tại	27.200VND	TT LNST sau lợi ích CĐTS	N.M.	9,3%	-26,1%	29,0%
Giá mục tiêu hiện tại	31.700VND	LNST sau lợi ích CĐTS (2)	6,7	7,3	5,4	7,0
Giá mục tiêu gần nhất	29.400VND	Biên LN ròng	6,4%	6,7%	5,9%	5,7%
TL tăng	+16,5%	P/E	12,6x	11,5x	15,6x	12,1x
Lợi suất cổ tức	3,7%	P/B	2,2x	1,9x	1,8x	1,7x
Tổng mức sinh lời	+20,2%	EV/EBITDA	8,9x	6,8x	9,5x	7,1x



GT vốn hóa	3,7 tỷ USD		<u>BSR</u>	<u>Peers¹</u>	<u>VNI</u>
Room KN	299,9tr USD	P/E (trượt)	12,6x	6,1x	17,1x
GTGD/ngày (30n)	16,3tr USD	EV/EBITDA (hiện tại)	8,9x	5,7x	N/A
Cổ phần Nhà nước	92%	Nợ ròng/CSH	-26,0%	146,9%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	3.100 tr	ROE	17,9%	22,4%	15,5%
Pha loãng	3.100 tr	ROA	10,0%	7,4%	2,6%

(1) Giá trị trung bình của các công ty cùng ngành (trung bình 6 năm cho P/E & EV/EBITDA); (2) nghìn tỷ đồng

Tổng quan về công ty:

Được thành lập năm 2008, CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn là đơn vị điều hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam. Nhà máy đi vào hoạt động năm 2009, công suất 6,5 triệu tấn/năm và đáp ứng 1/3 nhu cầu trong nước.

Ngô Thùy Trâm
Trưởng phòng

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng Cao cấp

Nhu cầu và biên xăng dầu tích cực củng cố triển vọng KQKD năm 2022

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA dành cho CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn khi chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ được hưởng lợi từ xu hướng tăng của giá xăng dầu hiện tại, biên xăng/dầu diesel trở về mức trước dịch COVID-19 và các hoạt động di chuyển Việt Nam dần bình thường trở lại khi các gián đoạn do COVID-19 giảm dần.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 7,8% khi nâng dự báo LNST tổng hợp 2022-2030 thêm 7,4% sau khi điều chỉnh tăng khoảng 5% trong dự báo biên xăng. Biên xăng dầu tháng 1/2022 cao hơn dự báo của chúng tôi vào năm 2022, do nhu cầu xăng dầu toàn cầu duy trì mạnh mẽ.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2022 sẽ tăng trưởng 9,3% từ mức cơ sở cao trong năm 2021 và được thúc đẩy bởi nhu cầu phục hồi, biên nhiên liệu máy bay/diesel tăng gấp 3/4 lần YoY và nhà máy lọc dầu hoạt động hết công suất cũng như hiệu suất hoạt động đạt 108%.
- Năng lực tài chính của BSR trở nên vững chắc hơn với tiền mặt tại quỹ đạt 893 triệu USD và tiền mặt ròng tương đương 26% vốn chủ sở hữu vào cuối năm 2021.
- Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của BSR có vẻ hấp dẫn với EV/EBITDA 2022 dự kiến đạt 6,8 lần - chiết khấu 36,6% so với EV/EBITDA trượt trung bình trong 6 năm là 10,7 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Vốn đầu tư XDCB thấp hơn cho dự án nâng cấp & mở rộng.
- Rủi ro: Giá dầu thô biến động mạnh; biên dầu diesel thấp hơn dự kiến.

Chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ vận hành với công suất đạt 100% và hiệu suất hoạt động đạt 108% để đảm bảo nguồn cung trong nước trong quý 1/2022. Do nhà máy lọc dầu Nghi Sơn giảm hiệu suất hoạt động từ 100% còn 60%-80% vào tháng 1 và tháng 2/2022, BSR đã nâng hiệu suất hoạt động lên 105% vào tháng 2/2022 và có kế hoạch tăng lên 108% để đảm bảo nguồn cung cho thị trường, cho thấy sản lượng bán sẽ tăng mạnh trong quý 1/2022. Chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng bán cho BSR là 7 triệu tấn trong năm 2022 (+9,4% YoY).

Chúng tôi duy trì quan điểm đối với triển vọng lạc quan của biên dầu nhiên liệu máy bay và biên dầu diesel trong năm 2022. Theo khảo sát của Platts Analytics, các nhà lọc dầu châu Á kỳ vọng năm 2022 sẽ là năm tăng trưởng mạnh nhất đối với dầu nhiên liệu máy bay kể từ khi dịch COVID-19 khởi phát do nhu cầu đối với nhiên liệu máy bay tại châu Á có thể phục hồi đạt ít nhất 70% mức trước dịch. Nhu cầu nhiên liệu máy bay mạnh hơn sẽ dẫn đến biên dầu nhiên liệu máy bay và biên dầu diesel cao hơn khi các nhà máy lọc dầu chuyển sang sản xuất nhiều nhiên liệu máy bay hơn để đáp ứng nhu cầu, do đó dẫn đến nguồn cung dầu diesel giảm. Chúng tôi duy trì dự báo biên dầu nhiên liệu máy bay và biên dầu diesel lần lượt đạt 1,7 lần YoY và 3,5 lần YoY trong năm 2022.

Việc điều chỉnh kế hoạch đầu tư 1,8 tỷ USD vào nâng cấp và mở rộng của BSR cho thấy tiềm năng tăng trưởng mạnh. BSR kết luận rằng kế hoạch nâng cấp & mở rộng với vốn đầu tư 1,8 tỷ USD không còn phù hợp và hiệu quả trong điều kiện thị trường hiện nay. BSR đang nghiên cứu tiềm năng của dự án nâng cấp điều chỉnh (vốn đầu tư 300-500 triệu USD) để nâng cấp các sản phẩm xăng dầu của công ty và/hoặc đa dạng hóa sang phân khúc hóa dầu. Khi BSR hoàn thiện kế hoạch điều chỉnh này, chúng tôi kỳ vọng sẽ có tác động tích cực đến công ty do kế hoạch chi tiêu đầu tư hiệu quả và phù hợp hơn giúp BSR đáp ứng các tiêu chuẩn cao hơn (Euro 5) và chia cổ tức tiền mặt cao hơn cho cổ đông.

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F	BẢNG CỎKT (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	101.079	109.605	91.817	121.972	Tiền và tương đương	16.346	24.974	23.371	26.408
Giá vốn hàng bán	-93.347	-101.424	-85.692	-112.681	Đầu tư TC ngắn hạn	4.190	4.190	4.190	4.190
Lợi nhuận gộp	7.733	8.181	6.125	9.291	Các khoản phải thu	13.645	10.904	9.199	10.419
Chi phí bán hàng	-781	-641	-763	-1.168	Hàng tồn kho	10.317	10.168	8.590	6.174
Chi phí quản lí DN	-406	-333	-363	-557	TS ngắn hạn khác	51	51	51	51
LN thuần HĐKD	6.546	7.207	4.999	7.566	Tổng TS ngắn hạn	44.548	50.286	45.400	47.242
Doanh thu tài chính	1.017	821	1.167	827	TS dài hạn (gộp)	48.263	48.191	48.191	48.191
Chi phí tài chính	-619	-272	-180	-661	- Khấu hao lũy kế	-28.126	-30.813	-33.276	-35.738
Trong đó, chi phí lãi vay	-407	-272	-180	-661	TS dài hạn (ròng)	20.137	17.378	14.915	12.455
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	10	10	10	10
Lợi nhuận/(chi phí) khác	34	0	0	0	TS dài hạn khác	352	352	352	352
LNTT	6.977	7.757	5.986	7.731	Tổng TS dài hạn	22.237	23.167	30.074	37.785
Thuế TNDN	-304	-458	-599	-773	Tổng Tài sản	66.785	73.453	75.474	85.027
LNST trước CĐTS	6.673	7.299	5.387	6.958					
Lợi ích CĐ thiểu số	31	31	31	31	Phải trả ngắn hạn	9.450	11.115	9.391	12.349
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	6.705	7.331	5.419	6.990	Nợ ngắn hạn	9.829	4.040	2.571	3.380
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	6.465	7.331	5.419	6.990	Nợ ngắn hạn khác	662	662	662	662
					Tổng nợ ngắn hạn	26.941	22.816	19.623	23.391
EBITDA	8.855	9.895	7.462	10.029	Nợ dài hạn	943	4.344	7.241	10.137
EPS báo cáo, VND	2.162	2.364	1.748	2.254	Nợ dài hạn khác	1.349	2.338	2.338	1.338
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	2.085	2.364	1.748	2.254	Tổng nợ	29.232	29.499	29.202	34.866
EPS pha loãng, VND	2.085	2.364	1.748	2.254					
DPS, VND	300	1.000	1.000	700	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	14,4%	42,3%	57,2%	31,1%	Vốn cổ phần	31.005	31.005	31.005	31.005
(1) EPS sau lỗ tỷ giá và quỹ khen thưởng – phúc lợi					Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F	Lợi nhuận giữ lại	6.551	12.952	15.270	19.159
Tăng trưởng					Vốn khác	3	3	3	3
Tăng trưởng doanh thu	74,4%	8,4%	-16,2%	32,8%	Lợi ích CĐTS	-5	-5	-5	-5
Tăng trưởng LN HĐKD	N,M,	10,1%	-30,6%	51,3%	Vốn chủ sở hữu	37.553	43.954	46.272	50.161
Tăng trưởng LNTT	N,M,	11,2%	-22,8%	29,2%	Tổng cộng nguồn vốn	66.785	73.453	75.474	85.027
Tăng trưởng EPS, báo cáo	N,M,	9,3%	-26,1%	29,0%					
					SL CP lưu hành cuối năm (tr)	3.100	3.100	3.100	3.100
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	7,7%	7,5%	6,7%	7,6%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN từ HĐ %	6,5%	6,6%	5,4%	6,2%	Tiền đầu năm	12.793	16.346	24.974	23.371
Biên EBITDA	8,8%	9,0%	8,1%	8,2%	Lợi nhuận sau thuế	6.705	7.331	5.419	6.990
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	6,4%	6,7%	5,9%	5,7%	Khấu hao	2.311	2.687	2.463	2.463
ROE %	19,5%	18,0%	12,0%	14,5%	Thay đổi vốn lưu động	-1.216	4.555	1.558	4.154
ROA %	10,5%	10,5%	7,3%	8,7%	Điều chỉnh khác	671	0	0	0
					Tiền từ hoạt động KD	8.471	14.573	9.440	13.606
Chỉ số hiệu quả vận hành									
Số ngày tồn kho	36,6	36,9	39,9	23,9	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-62	-3.617	-9.370	-10.174
Số ngày phải thu	38,8	40,9	40,0	29,4	Đầu tư, ròng	-2.715	990	0	-1.000
Số ngày phải trả	32,1	37,0	43,7	35,2	Tiền từ HĐ đầu tư	-2.778	-2.627	-9.370	-11.174
TG luân chuyển tiền	43,3	40,7	36,2	18,1					
					Cổ tức đã trả	-2	-930	-3.100	-3.100
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,7	2,2	2,3	2,0	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-2.079	3.402	2.896	2.896
CS thanh toán nhanh	1,3	1,8	1,9	1,8	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-140	-5.789	-1.469	810
CS thanh toán tiền mặt	0,6	1,1	1,2	1,1	Tiền từ các hoạt động TC khác	82	0	0	0
Nợ/Tài sản	16,1%	11,4%	13,0%	15,9%	Tiền từ hoạt động TC	-2.140	-3.318	-1.673	605
Nợ/Vốn sử dụng	22,3%	16,0%	17,5%	21,2%					
Nợ/Vốn CSH	-22,4%	-44,2%	-35,4%	-31,3%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	3.553	8.628	-1.603	3.038
Khả năng thanh toán lãi vay	16,1	26,5	27,8	11,4	Tiền cuối năm	16.346	24.974	23.371	26.408

Nguồn: số liệu của công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Thùy Trâm, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng

Đặng Văn Pháp, Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.